

事務局参考資料

2023年4月19日



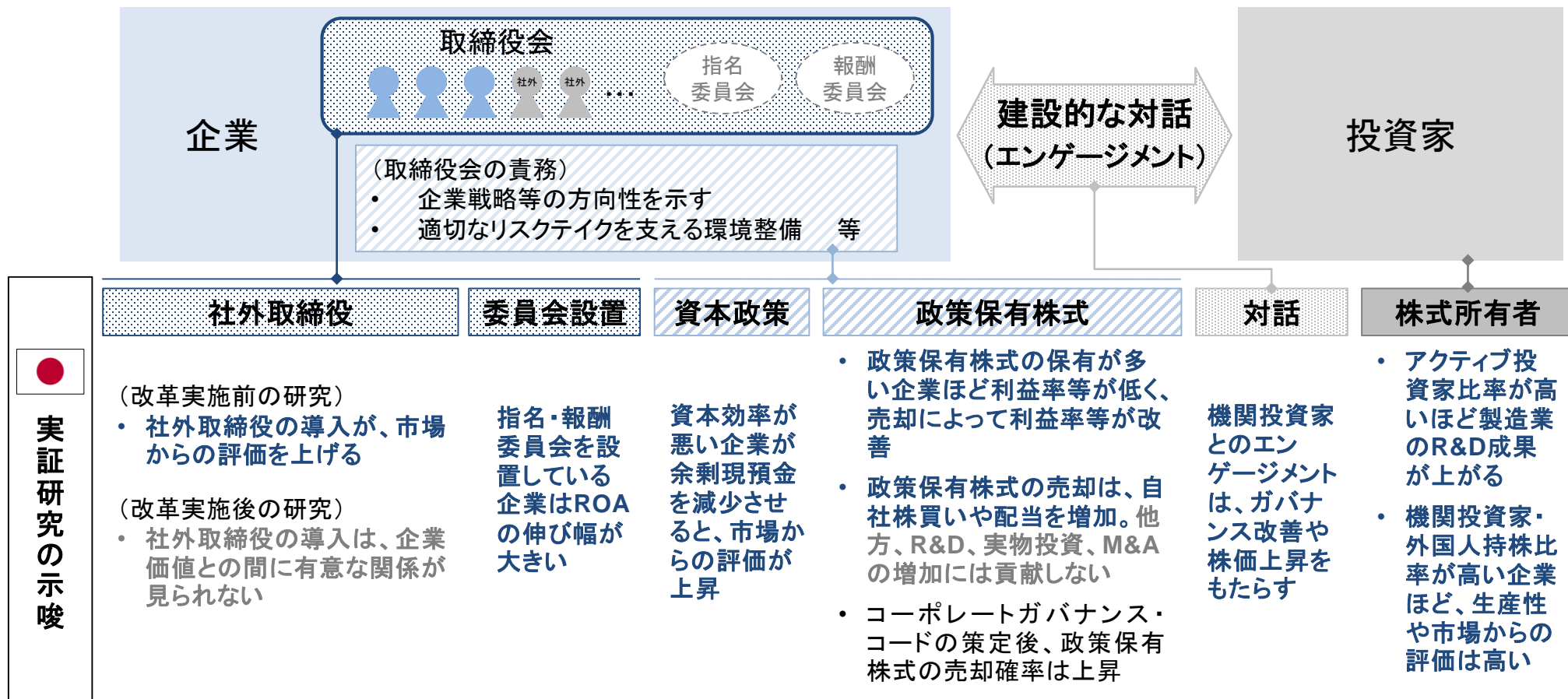
金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

第27回フォローアップ会議(2022年5月16日)の振り返り

コーポレートガバナンス改革の効果/影響についての実証研究 — 概観

- 海外では、コーポレートガバナンス制度の整備や機関投資家による株式保有が、どのような条件の下で企業のパフォーマンスに影響を与えるかについて、実証研究^(注)の蓄積がある。
- 他方、日本のコーポレートガバナンス改革実施以降の期間を対象とした実証研究の数は必ずしも多くなく、その結果も区々であることから、日本の実証研究においては、改革の評価は定まっていない。



(注) コーポレートガバナンス改革の取組み(社外取締役の導入等)が、企業のパフォーマンス(ROE、ROA、株価等)にどのような影響を与えたか、統計学的・定量的手法を用いて検証した研究
(出所) 早稲田大学 宮島英昭教授、慶應義塾大学大学院 齋藤卓爾准教授、円谷メンバー提供資料等より金融庁作成

コーポレートガバナンス改革に関する企業へのインタビュー 概観

- 個別企業におけるコーポレートガバナンス関連の取組みと、それへの受け止めを調査するため、金融庁において、経団連の協力を得つつ、企業への個別インタビューを実施。

【インタビュー実施企業】(50音順)

アステラス製薬、荏原製作所、エフピコ、オムロン、花王、サンフロンティア不動産、信越化学工業、スズキ、住友電気工業、TDK、ニトリHD、富士通、三井物産、三井不動産、ヤマハ、横河電機

総論

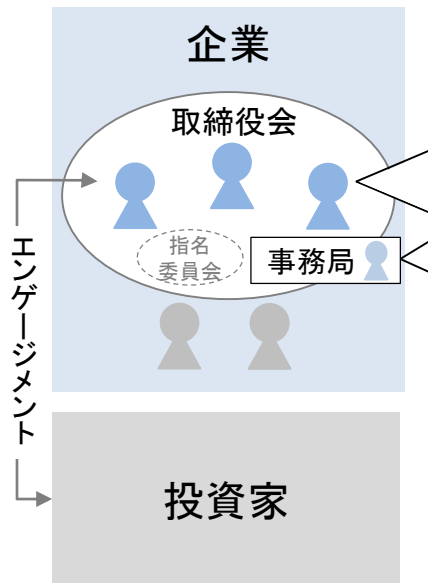
コーポレートガバナンス改革への主な評価

- ・ 執行陣を含め多くの企業から、取締役会の審議の充実・中長期的な経営戦略の議論の深化によって企業経営に良い影響が生じた、投資家との対話から経営に有益な示唆を得られた、といった声が聞かれ、**コーポレートガバナンス改革の方向性及び有効性は広く支持されている**ことを示唆。

指摘された主な課題

- ・ コンプライへのプレッシャーが企業の中で、コーポレートガバナンス・コードが、**企業経営の細部に至る要請を行うことで、かえって企業が形式のみを整えることとなり、改革が形骸化**することを懸念する声があった。
- ・ 機関投資家の形式的な議決権行使、特に中堅以下の規模の企業における対話の機会不足、実質株主把握の困難等の課題へ対応することにより、**より質の高い対話を促進すべき**との指摘もあった。

インタビューにおける企業の声



コーポレートガバナンス

取締役会の機能発揮

執行側との役割分担

経営陣の指名

取締役会の実効性評価

エンゲージメント

- ・ **コーポレートガバナンス改革は、長期的には企業価値向上に有益**であり、企業価値向上を志向したコーポレートガバナンス・コードの方向性は評価する。
- ・ **執行側からの説明方法を創意工夫すること等により、取締役会の審議が充実し、社外取締役から有益な指摘・助言が得られ、果断な意思決定が行えた。**
- ・ 取締役会で中長期的な経営戦略を議論し、執行に権限移譲。その執行の進捗確認を通じてモニタリングする形により、**経営のスピードが上がり、中長期的な戦略に沿った経営ができた。**
- ・ 指名委員会が社内の信頼を得ることで、その**指名委員会に指名された執行陣が強いリーダーシップ**を持てる。
- ・ **取締役会の実効性評価を通じて、コーポレートガバナンス改革のPDCAを回すことにより、取締役会の質の向上**につながった。
- ・ 社長や取締役会議長、社外取締役が積極的・継続的に対話に取り組むことや、中長期的な視点で企業を見てくれる投資家と対話を行うことで、**投資家から経営に対する有益な示唆**を得られた。

ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける主なご意見

ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムについて

- 2022年9月22日に行われたNYSEにおける岸田総理の講演において、以下の発言があったところ。

One very important policy is corporate governance reform. [...] We will accelerate and further strengthen corporate governance reforms in Japan, such as [establishing a forum in the near future to hear from investors from around the world](#).

大切な政策の一つは、コーポレートガバナンス改革だ。(中略) [近々、世界中の投資家から意見を聞く場を設ける](#)など、日本のコーポレートガバナンス改革を加速化し、更に強化する。

- これも踏まえ、ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムを立ち上げ、これまでに以下のとおり開催。

第1回 2022年9月27日： Asian Corporate Governance Association (ACGA)との意見交換

第2回 2022年10月3日： International Corporate Governance Network (ICGN)との意見交換

第3回 2023年1月12日： 米国・ニューヨークにおいて現地投資家との意見交換

※ このほか、当庁ウェブサイトにおいて本フォーラムの趣旨や開催実績を掲載。

ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける主な意見①

コーポレートガバナンス改革 に対する評価

- 日本のコーポレートガバナンスの進展について、全体的にポジティブに捉えている。日本政府が取り組むイニシアティブのペースと方向性に非常に満足。
- 両コードが公表されて数年が経過して、ようやく企業意識を含めて、実質的にコーポレートガバナンス改革が進み始めた。今後とも日本のコーポレートガバナンス改革が継続することを確信。
- 2013年以降、少しずつではあるが、日本企業は変わってきており、一部企業は大きな進歩を見せている。以前は、企業側が用意する資料にROEの文字はなかったが、今ではどの企業の資料にも書いてある。
- コーポレートガバナンスを改善したからといってすぐに業績が良くなるわけではなく、タイムラグがあるため、長い目で見ることが必要。日本の取締役会が変化しつつあるのは感じており、良い方向に向かっているのは間違いない。
- コーポレートガバナンス改革に向けた取組みは数日のうちに成果につながるものではないが、10年、20年、30年かけて企業価値の向上、持続的な成長につながる。
- コーポレートガバナンスは我々投資家の利益と企業の利益を調和させるものであり、それが実現すると、双方が恩恵を受け、株主・投資家へのリターンが向上する。
- コーポレートガバナンス改革は、例えば社外取締役と株主との直接の対話などの取組みを通じ、時間をかけて投資家の信頼を醸成するもの。
- (企業価値向上という観点から見たコーポレートガバナンス改革の評価について) 欧米のアセットオーナーや投資家は日本の企業において改善がみられることを認識しているものの、そのペースが遅すぎると思っている。特にキャピタルマネジメントに関しては、取締役会の独立性、スキルセット含む多様性および有効性、指名委員会・報酬委員会の構成、独立取締役、資本市場に対する理解の向上等に更に注目すべき。
- (企業価値向上という観点から見たコーポレートガバナンス改革の評価について) 取締役会における適切なスキルセット、そして社外取締役の貢献が鍵である。この点に関する取組みの進捗のペースは遅いと考えており、引き続き主な論点となると考えている。

ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける主な意見②

資本コストを踏まえた
収益性・成長性

- ROEや資本効率の向上に関して、重要性の認識は高まっているものの、すべての企業で認識されているわけではない。投資家がベストプラクティスや基準を示し、企業が資本コストについて説明できるように支援する必要がある。
- 投資家がポートフォリオに組み入れるには、資本効率や成長性、ROEなどの要素が非常に重要。
- 現預金のため込みは大きな課題。経営者が株主利益のためにこの現預金を使うようになれば、世界の投資家の資金は日本市場に集まり、経済は活性化する。
- 日本企業は、成長や企業価値向上よりも永続性が重視され現金をため込む傾向にあるが、これは取締役会や株主総会が機能していない証左。株主から提供される資本は株主のためのものであり、現預金を投資に回すことは日本の資本市場・経済に資するものである。
- 無駄に内部留保を積み上げている企業があり、内部留保を吐き出させるためのサンクションが必要。内部留保が膨大である一方、投資先がなく、上場しているインセンティブがなく、株価向上よりも選任議案での賛成割合が下がらないことへのインセンティブが高い。
- 極めて低いROEやPBR1倍割れの企業が何らのペナルティなく事業を継続できてしまっている。ROEの最低基準を数年間達成できない企業は強制的に上場廃止にすべき。
- BSに過剰な現金がある企業は、本来は自社株買い等により、容易にROEを上げることができる。投資家が個社に対して働きかけ、行動変容をさせていくことが必要。
- EPSの見通しなど将来の方向性を示す開示が少ない。
- 経営者に対し、株価や収益性といった株主利益について問題提起するのは、取締役の責務。
- 資本コストに関して、取締役会でCEOがチャレンジされていない。このため、取締役会の更なる独立性・多様性の向上が必要。取締役会における独立社外取締役の3分の1の選任という形式的な対応だけでは、CEOへのチャレンジは増えない。
- 資本コストの効率化の観点から、アクティビストから合理的な提案がなされている場合でも、そうした提案のほぼ全てが否決されており、特に中小型株でそうした傾向が顕著。
- 日本の上場企業は、コンプライアンスが過剰で、戦略が不十分。
- 株主資本に対するリターンの目標を設定し、株主還元の強化に注力すべき。

ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける主な意見③

人的資本含むサステナビリティ課題への 取り組み

- 人的資本に関する開示の促進は近時のトレンド。特に以下の点が重要。
 - 従業員のスキル向上に向けたトレーニングの実施。
 - 従業員への投資や社内調査に基づく従業員のエンゲージメント向上に向けた取組みに関する開示。
 - ジェンダーの多様性に関し、企業が設定する役員の女性比率に係る目標、多様性向上に向けた社内の取組み、男女間の雇用率や離職率の差異の開示はよりよい対話に資する。これらの英語での開示も希望。
 - 従業員は負債ではなくバリューチェーン全体にわたる資産。
- サステナビリティに係る開示について、コアビジネスがSDGsの達成にどれだけ資するか開示することが重要。
- ジェンダーダイバーシティの向上が喫緊の課題。取締役会における女性の選任に関して、以下を提案。
 - (1) 東証プライム上場企業向け上場規則の改正：①新規上場企業は最低1名以上、②全企業においてできる限り早期に最低1名(2,3年かけて2名)以上、③2030年までに最低30%とすること。
 - (2) コーポレートガバナンス・コードの改訂：①2024年にすべてのプライム市場上場企業はできる限り早期に最低30%(その他の上場企業は最低2名以上)、②2027年にすべての上場企業はできる限り早期に最低30%とすること。
- 取締役会の多様性が重要。日本では多くの場合、取締役の就任は企業への貢献の報償とされているが、他社人材や外国人、女性の登用が取締役会の説明責任の向上に資する。
- 女性管理職の登用があまり進んでいないのが残念。
- 女性取締役に加えて、外国人取締役を増やすことが重要。
- 取締役会の多様性に関して、企業が開示しているスキルマトリックスの内容が形式的なものとなっており、実態が把握できない。
- 今後の日本経済に対する最大の期待は賃上げ。賃上げが日本経済再興のきっかけとなる。また、GPIFの運用利回り目標に賃金上昇率が紐づけられているところ、賃上げが進めば運用利回り目標が上昇し、日本株の資本コストも上がることで、ROEの上昇につながる事が期待される。

ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける主な意見④

独立社外取締役の 機能発揮等

- 取締役会の最も重要な役割は、内部監査とも連携して経営の監督をすること、つまり、経営陣に対して、経営陣自らが設定したKPI等の目標に関し、どのように取り組んだかについて説明責任を果たさせることである。
- 取締役会は、経営陣に対して、社会・経済情勢や市場の競争環境等を含めた外部環境の変化に関する気づきを与えるという重要な役割も担っており、会社の事業戦略の前提となる外部環境に変化が生じた場合、取締役会が当該事業戦略の修正を求めることが重要。
- ①100%独立した取締役会を置くこと、及び、②買収提案や公開買付に関する取締役会での議論を開示させることが重要。
- 少数株主の利害を代弁する独立社外取締役が取締役会の過半数を占める企業割合が、東証プライム上場企業の中にもわずかしかなく、グローバルスタンダードには遠く及ばない。
- 独立社外取締役の選任が増えている一方、株式保有先の企業から送られている傾向もある。
- 多くの独立社外取締役は取締役会で発言しておらず、機能していない。
- 取締役は会社に対して義務を負っており、CEOのために働く社外取締役は不適格である。取締役が誰のために働いていると考えているかは、株主・従業員・その他のステークホルダーの利益にどのように配慮するかに対して大きな影響を与えることになるため、重要な問題。
- 社外取締役が正しい職業倫理的な指針を持ち、企業に対する理解を深め、取締役会において最大限に機能できるようにするため、社外取締役同士が取締役会の前後に定期的にミーティングを持ち、意見をすり合わせておくべき。
- 独立社外取締役が投資家と直接対話することが重要。
- 取締役を担う人材不足が課題。同じ人物が何社も社外取締役を兼任するのは好ましくない。多くの会社の社外取締役に就任していることで各社に対して十分な時間を割くことができない状況。
- CEOと取締役会議長の分離が、制度上、求められていないことが大きな問題。CEOには、経営判断にコミットすることが求められる一方、取締役には、経営から離れた立場から、気候変動等の社会的な潮流が会社に対して与える影響も踏まえ、経営陣を監督・けん制することが求められており、両者の役割は決定的に異なる。

ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける主な意見⑤

独立社外取締役の 機能発揮等

- 独立取締役が取締役会に加え、各種委員会の議長を務めることや、新鮮な外部の意見を委員会にもたやすことが重要。
- 指名委員会や報酬委員会の役割や責任の強化のため、投資家への透明性の向上が必要。投資家からは委員会における委員長や社外委員が誰かわからない。
- 指名委員会で、役員や取締役会議長の選任プロセスや、候補者についてきちんと検討した証拠を開示すべき。
- 経営上の目標を達成するためには、それに必要なツールを持った取締役のチームが必要になる。それを見極める上で、スキルマトリックスが非常に有用。もっとも、それ以前に、日本企業の場合、そもそも経営上の目標が何であるのか明確ではない。
- 3線モデルの第3ライン(内部監査)が、取締役会に対してレポーティングする仕組みを整えることがリーディングプラクティス。内部監査人を監査委員会の承認なしに選解任できないようにすることで、内部監査に一定のセーフガードを与えられる。
- 経営陣は、社外取締役の意思・主張に耳を傾ける姿勢を持つことが重要。
- 経営者の報酬について会社の業績との連動部分があまりにも少なく、業績を上げるインセンティブが小さい。ストックオプションの付与等、取締役・経営陣全員が事業に対する実質的な財務上の利害関係を有するべき。また、報酬についてのガイドラインの策定・開示とその遵守状況の開示をすべき。

ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける主な意見⑥

投資家の取組み

- 企業に対話する際は、まず取締役会の構成や、社外取締役の関与など多様性の確保に向けた取組みに焦点を当てて対象企業のスクリーニングを行って絞り込み、抱えている課題に対してどのように対処しようとしているかを深掘りしていくアプローチをとっている。
- インデックス投資における受託者責任が十分に果たされていない。
- 給料が安い投資人材が育たない。投資人材としての待遇を整備すべき。
- コーポレートガバナンスよりも、議決権行使結果等の情報開示を強化して、資産運用会社に受託者責任を果たさせるべき。
- 個別の議決権行使結果や理由に関するデータを集約するサービスがない。
- 開示によって企業側のコストが上がったが、それに見合ったベネフィットが得られるかは、その情報を運用会社が活用できるかにかかっている。しかし、チェックする項目が多すぎて、チェックザボックスすらさせる気がない。
- 経営陣に無礼な態度の投資家もあり、企業の外国人投資家への忌避感を生じさせている。
- 日本の大手金融機関は、銀行・証券・保険といった本体事業とアセットマネジメント事業との間で利益相反を抱えている。
- 運用会社は運用成績に連動した報酬を受け取っていないことが多いが、成果連動報酬を取れるようにすることでエンゲージメントの在り方も変わる。
- 米国では、株式市場における機関投資家の存在が高まった結果、運用会社間でマニフェスト獲得競争が活発化した。一方で、日本ではそうした運用に係るサービス、コスト、パフォーマンスに関する競争が弱い。
- アクティビスト系のアセットマネジャーに資金を投じる知見や能力を持ったアセットオーナーが少ない。何らかの形でそうしたアセットオーナーを創っていくことが期待される。
- 日本企業では、株主総会による経営に対する牽制が欠けている。

ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける主な意見⑦

情報開示の充実

- 投資家への一層の情報提供のため、有価証券報告書は株主総会の30日前に提出すべき。
- 有価証券報告書には投資家が活用する様々な情報が記載されており、総会前開示は素晴らしい提案。現在は、政策保有株式について1年前の情報しか参照することができない。株主総会の開催を後ろ倒しにすることも考えられる。
- 株主総会の開催時期が2～3週間に集中していることは、企業をじっくり分析し、熟慮の上で議決権行使することを不可能にしている。開催時期を分散化するとともに、投資家側により時間を与えるようにすべき。
- 日本の開示は欧米に比べるとしっかりしていない。例えば、日本は米国ほど企業のセグメント情報等の粒度が高くない。
- 資金提供者から、より多くの報告やESGを踏まえた投資行動を行うべきとのプレッシャーがあり、ESGについてより多くの情報開示を望む。
- ESG情報開示については、チェックザボックスなものになっては無意味。
- 日本では、建設的なエンゲージメントを否定するような動きがみられ、こうした動きが、日本においてボトムアップのステークホルダーシップ活動や会社支配権市場の整備を奨励するというメッセージを危ういものにしかねない点に留意が必要。
- 投資先企業が投資家と会おうとしないケースがあり、特に、多くの日本企業で経営トップにアクセスするのは容易ではない。
- 直接コミュニケーションできない会社に投資することは、一定の(追加的な)リスクを伴うので、良い投資先だと思っても、あまり大きなポジションを取ることができない。
- 日本の企業の経営陣は以前と比較して、投資家からのエンゲージメントに対してよりオープンになっており、我々との面談には応じるようになってきているが、実際に行動を起こすところまでは至っていない。
- 当局として、何が企業に更なる開示を促すインセンティブになるか、何が投資家に更なる対話を促すインセンティブになるかを考えることが重要。

ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける主な意見⑧

グローバル投資家との対話促進

- コーポレートガバナンス上優れた企業を見える化することは、投資家への信頼向上や企業側にインセンティブを与える観点から有用。
- 多くの外国人投資家は、英文開示をより拡充すべきとの意見を持っている。日本企業による公表資料の中で、日本語のみで開示される資料もあるが、機械翻訳を用いても、うまく英訳されないケースがある。
- 投資環境として英語が通じるかがポイント。中小企業も含めて更に英文での報告を拡大するよう取り組むべき。
- 日本企業は海外アクティビストに過剰反応しすぎ。建設的な提案を行い、長期投資家も賛同するケースも多い。

法制度上の課題

- 大量保有報告制度における「重要提案行為」や「共同保有者」の範囲が未だ不明確。より明確になれば企業に対して経営戦略やコーポレートガバナンスに関し、より踏み込んだ提案を行うことができる。
- 協働エンゲージメントの障害となる制度（大量保有報告制度上の共同保有・重要提案行為）の解釈の更なる明確化が必要。海外投資家と日本の投資家との協働エンゲージメントは日本の企業にとって多様な視点やベストプラクティスを学ぶ機会となる。
- 外国投資家は、協働でエンゲージメントを行うことに不安を感じており、より明確化が必要。他国が導入しているような、セーフハーバーのようなアプローチを導入することも有益ではないか。
- エンゲージメントに関する各国の制度設計には相違・独自性があるが、ステュワードシップ活動を奨励するためには、透明性の高い制度が不可欠。例えば、大量保有報告書の提出期間や、実質共同保有者の定義等について、クリアにすればするほどステュワードシップ活動は促進される。
- 部分的公開買付けは少数株主に対して強圧的。禁止できないにしても少数株主保護のためのガイドラインを整備すべき。
- 欧州のような義務的公開買付けが導入されるのであれば、少数株主にとって恩恵は大きい。

ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける主な意見⑨

市場環境上の課題

- 少数株主や投資家のための市場という点では、上場子会社が存在すべき正当な理由があるのか疑問。
- 親会社の子会社の少数株主の利益を毀損していることを認識していない事例がある。
- 被支配企業において、社外取締役が1~2人しかいないと、社外取締役が取締役会の中で孤立し、取締役会で意見を反映させることが困難。
- 取締役の選任には少数株主の過半数の賛成を必要とすべき。
- 買収が成立するときの価格について、合理的に取引される株価に対してプレミアムが非常に低くなる場合が存在し、特に親会社による子会社の買収において顕著。投資家の観点からすると、簿価や純資産価値から大きなディスカウントがある買取価格の場合には、フラストレーションを感じるが、買収者が議決権を持っているような状況では少数株主の救済策があまりない。
- 依然として政策保有株式が多いことは問題。業務提携を伴う場合などは経済的利益があるとして正当化されがちだが、このような場合でもコーポレートガバナンス上は透明性を欠き課題。
- 株式持合いは、外国人投資家が日本企業のコーポレートガバナンスの向上に取り組む上で、最も根深く、フラストレーションのたまる障壁。プライム市場の上場基準が厳格ではなかったことに多くの投資家が失望した。
- 多くの投資家が10%以上の政策保有株式を問題としている。特にビジネス上の関係がないケースでの持合いは、売るつもりもなければ、議決権行使をするつもりもない状況。
- 株式の持合いは非常に複雑。株式持合い(cross shareholding)に限らず、友好的な株式保有(supportive shareholding)も含めて、合理的な株主提案の大きな障害となっている。経営者は株式持合いによって守られており、持合い株主以外の株主の利益を考えていない。
- 株式持合いは取引関係を維持するためだと説明されることがあるが、もし本当に取引が止められるとすれば、それは競争力がなく簡単に他社に乗り換えられるようなビジネスを行っているだけだということ。企業は最も収益性の高い他社と取引をすべきで、株式持合いを背景として合理的でない取引関係が温存されることも問題。
- 投資先企業に対する政策保有株式の保有者を知ることが困難。株式持合い構造の透明性を高める必要。

ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける主な意見⑩

市場環境上の課題

- 東証の市場再編は、ガバナンスが優れた大企業のみが上場可能なプライム市場を創るという構想には及ばないもので期待外れ。経過措置を含めて上場基準を厳格化すべき。
- コーポレートガバナンス改革の成否を決める上ではM&Aを実行しやすい市場環境を作ることが重要。M&Aの圧力がかかりやすい市場環境においては、経営陣が一層ROICに留意することとなり、株式持合い解消に対しても圧力がかかる。
- 上場する必要のない会社が多数上場していることがPBR1倍割れの企業が多い背景の1つ。TOBが容易なルール形成を通じて、外部からプレッシャーのかかりやすい市場環境の整備が必要。
- 過度に自由な支配権市場であると短期主義が助長されてしまう一方、ある程度支配権市場が機能していないと、経営陣によるレントの収奪を助長してしまうこととなるが、特に日本の企業経営においては、後者の傾向が顕著である。

スチュワードシップ活動の実態調査

調査の概要

- より実質的なステュワードシップ活動を促進するため、機関投資家におけるステュワードシップ活動の実態調査・課題分析・これらを踏まえた提言をみずほリサーチ&テクノロジーに委託。同社において、2023年1月から3月にかけて、機関投資家136社に対しアンケート調査、16社に対しヒアリング調査を実施。

機関投資家向けアンケート調査

アンケート送付先:

2022年12月31日時点においてステュワードシップ・コードを受入れ済みの信託銀行6社、投信・投資顧問会社等202社、生命保険・損害保険会社24社(計232社)

アンケート回収先:

136社(回収率:59%)

アンケート回答期間:

2023年1月30日～2月20日

機関投資家向けヒアリング調査

ヒアリング先:

投信・投資顧問会社	12社
生命保険会社	1社
アセットオーナー	3機関

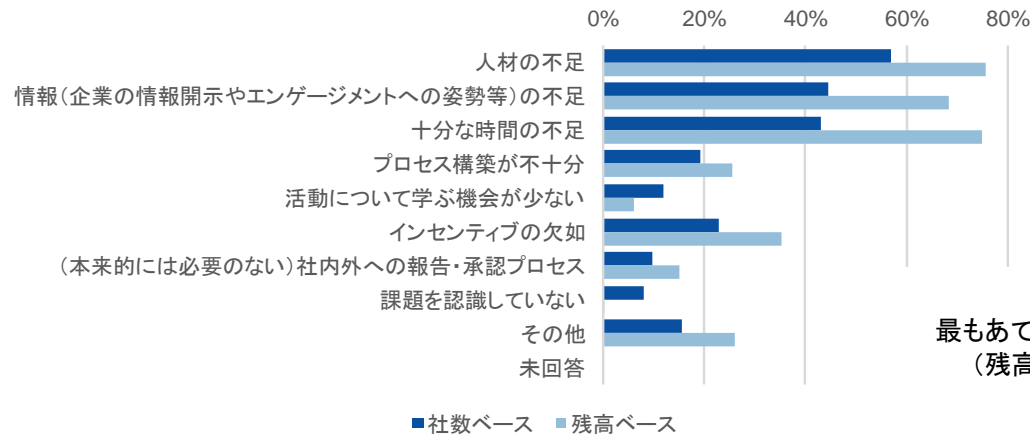
ヒアリング期間:

2023年2月14日～3月7日

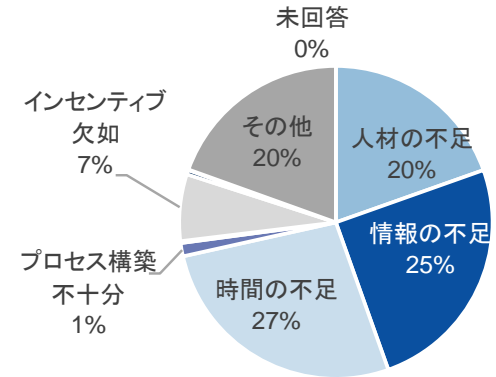
運用機関の課題認識

- 調査の結果、運用機関において、①エンゲージメントのためのリソース(人材・時間)の不足、②投資先企業における行動変化やその姿勢が不十分、③プロセス構築(PDCAサイクル)に改善の余地がある、④コスト・予算を割いて取組みを行うインセンティブの欠如といった課題認識があると考えられる。

より実効的なスチュワードシップ活動を行う上での課題

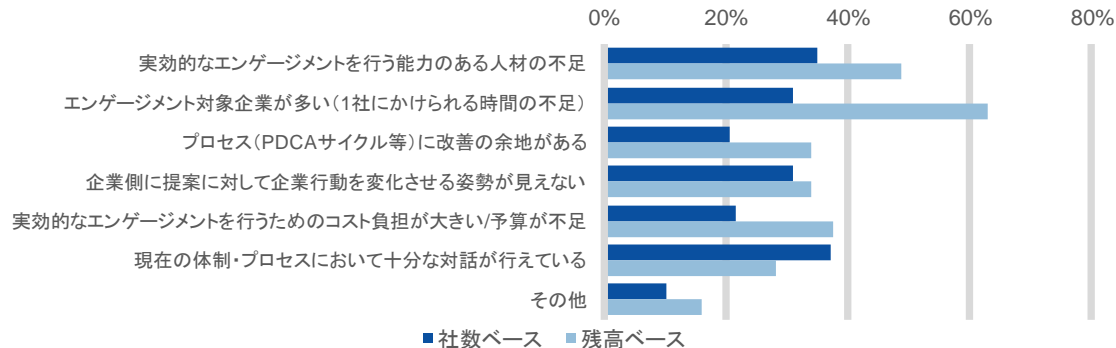


最もあてはまる課題
(残高ベース)



(※)有効回答数：135社 (国内株式残高206兆円)

企業に新たな示唆を与えるためのスチュワードシップ活動を行う上での課題



(※)有効回答数：97社 (国内株式残高190兆円)

各運用機関における個別の取組み(リソースの不足①)

エンゲージメントのためのリソース(人材・時間)の不足

人材の育成

専門的な知見や対話能力の向上のための取組み

【概要】 エンゲージメントにあたっては、一定の知見・経験が必要との考えから、経験豊富な担当者の知見やコミュニケーションスキルを若手担当者が学ぶ機会を作っている。また、エンゲージメント担当者間におけるベストプラクティスの共有、エンゲージメント担当者に向けた専門知識向上のための(社内)勉強会の実施、社外での勉強会や意見交換等を通じて知見の向上も図っている。

【具体的な取組事例】

- エンゲージメントにおいて対話相手となるシニアマネジメント・経営層からの信頼を得るためには、建設的な意見を述べることが重要となり、財務面以外の知見(例として経営戦略や人事戦略等に関する知見)をもつ人材を育成する方針。人材育成はOJTが中心であり、チーム内で経験豊富な担当者と若手がペアを組んでエンゲージメントを実施しているほか、各種政府関連委員会への参加やアカデミックとの交流機会に複数名で参加することで知見の獲得を図っている。
- エンゲージメントの内容・水準には担当によってばらつきもあるのが実態であり、均質化を図るため、エンゲージメント会議を設置し、各担当の好事例を四半期に一度共有するサイクルを構築している。
- 米国投資家との意見交換を定期的実施。具体的には、ある企業を対象に、どのような課題に対し、どの程度の期間をかけて、エンゲージメントを実施するのが効果的か、といったケーススタディを実施。
- 対話スキルの面では、経験豊富な担当者と若手が協働して企業との対話を行うことで知見の共有を図っている。また、エンゲージメントの担当者については、総じて企業分析のキャリア(知見)は十分に有しているが、ESGの更なる知見習得が課題。インパクトアナリスト研修への参加やTCFDにかかるe-Learning等を活用している。また業務内での実践的な知見獲得を特に重視しており、週次の全社にまたがるミーティングで活動状況を共有し知見を集積している。

評価・インセンティブ体系の工夫

【概要】 実効的なエンゲージメントを促すため、担当者の評価項目(インセンティブ)に、エンゲージメント活動に関する項目を組み入れる。

【具体的な取組事例】

- 継続的な知見の獲得を実施しているか、プロセスに則った活動を実施しているか等を定性的に評価。
 - 対話記録や社内での事例共有の内容を定性的に評価
 - マイルストーン管理の進捗状況を勘案して評価
- 等

次世代の育成

【概要】 長期的な観点での人材育成として、大学生向けの啓蒙活動等を行っている。

【具体的な取組事例】

- 若年世代でESGへの関心は高く、学生等若い世代へのESGの普及(具体的には大学生向けのESG投資セミナーへの協力等)を行いそれをインターンにつなげる等で世代交代も図っている。

各運用機関における個別の取組み(リソースの不足②)

エンゲージメントのためのリソース(人材・時間)の不足

外部リソースの活用

他社との情報共有

【概要】(特に業界全体に共通するテーマについて)他社と情報を共有することで、業界全体の知見の向上・蓄積につなげている。

【具体的な取組事例】

- 業界団体において隔年で座長として活動しており、世の中の動向も踏まえながら協働エンゲージメントのテーマを選定したり、団体としての提言をとりまとめたりしている。こうしたプロセスを通じて他の会員においても知見が得られる機会になっていると考えられる。(例えば、気候変動であれば現在はこのテーマで対応をすることが有益であるといった情報を、会員と共有している。)

協働エンゲージメントの活用

【概要】 協働エンゲージメントに参加することで、豊富な情報・知見が獲得可能(イニシアティブにおける勉強会や意見交換によって先進的な知見の獲得が可能のほか、NGOやアカデミックの知見が活用できることもある。また、海外投資家のエンゲージメントに同席することでエンゲージメントの手法を学ぶことも可能。)

【具体的な取組事例】

- 協働対話フォーラムのメンバーでもあり、積極的に活用。協働対話フォーラムでは、参加運用機関それぞれに役割を分担しており、各社がリード役として質の高いエンゲージメントを行うことが求められている。またグローバルに多数のイニシアティブに参加しており、参加したイニシアティブについては実質の伴うような取組み(=リード・マネジャーを務める運営に携わる等)をポリシーとして実践している。

エンゲージメント依頼への対応

【概要】 エンゲージメント対象外となった企業からのエンゲージメントの依頼に対応している。

【具体的な取組事例】

- 改善意欲のある企業からの対話依頼は積極的に応じたいと考え、議決権行使・ESGに関する対話窓口を設置している。都合がつく限り依頼には原則対応している。
- 最近ではESGの対話リクエストは増えており、中小型でもリクエストがあれば原則対応する方針。一方で、対話に後ろ向きな企業もあり、企業側の意識変革も必要。当社では中小型戦略もあり、ファンドマネジャーが対話を行うこともある。

エンゲージメント依頼への対応

各運用機関における個別の取組み(投資先企業の行動変化①)

投資先企業における行動変化やその姿勢が不十分

十分な調査や社内連携

企業の状況に応じたアドバイス・意見表明

【概要】 投資先企業の個社別の状況に応じたアドバイスを行うため事前にエンゲージメント対象企業について深いリサーチを行う、ESGの専門家を擁する部署と運用部門とが連携してエンゲージメントの内容を決定する、リサーチした結果を資料として投資先企業に提示するなどの取組みを行っている。

【具体的な取組事例】

- 重点的にエンゲージメントを行う企業に対しては個別の資料を作成してエンゲージメントに臨んでいる。資料を提出することで当社の問題意識が投資先企業内で共有されやすくなり、エンゲージメントが進展しやすいというメリットもある。
- 対話先の企業に対し、エンゲージメントの約2週間前に「対話アジェンダ」を送付。アジェンダは個社ごとにオーダーメイドで作成しており、当社が投資家としてどのような点に着目しているのか等の課題意識を共有するとともに、企業側でもアジェンダの内容を社内でフィードバックしてもらうことで企業価値向上につながることを期待している。事前にアジェンダを送付することで、対話に対応するうえで適した参加者の選定にも活用頂けているように認識しており、テーマが多岐にわたる場合は10名程度の参加者となるケースもある。
- 対象企業については、ESGインテグレーション分析(ESG要素の評価を行った上で5年先まで業績予想)を実施。これに加え、重点的なエンゲージメントを行う場合は、企業の経営自体が最適なのか、最適でないとしたらどのような経営をすればもっと企業価値が高まるのかを考え、十分な整理がついた段階で資料に落とし込み、提案につなげている。
- 企業価値を高めるためには個社事情・業界事情をよく理解しておくことが重要であり、企業をよく知るアナリストと、ガバナンス・ESGの知見を持つ議決権行使担当の連携を重視。対話に同席することもあり、日常的な意見交換も行っている。専門的知識の蓄積については社内の連携のみでは不十分と考えており、イニシアティブを通じた海外も含む外部情報の獲得を図っている。細かいテーマにフォーカスしたイニシアティブも活用して網羅的な情報獲得に努めている。

社内での連携

【概要】 エンゲージメントの質を高めるため、エンゲージメントの専任部署と運用部門の連携を重視している。

【具体的な取組事例】

- スチュワードシップ活動の専任部署を置いているが、専任部署で個別の企業をどこまで見られるかは課題と考えている。アナリスト・ファンドマネジャーが個別企業のリサーチ評価を行っているので、専任部署とアナリスト・ファンドマネジャーの連携が重要である。このような認識から、個別の取材・エンゲージメント後に両者が議論をすることに加えて、定期的に時間をとった情報共有を実施している。具体的に月次のスチュワードシップ会議やESG会議において、ESGに関連する広範なキーマンを集めてテーマの共有等を行うほか、各運用グループと専任部署とで、月次で専任部署のESGエンゲージメント状況の共有を実施している。また取材・エンゲージメントの内容(取材メモ)は運用部署と共有していつでも見られる状況にしている。

各運用機関における個別の取組み(投資先企業の行動変化②)

投資先企業における行動変化やその姿勢が不十分

エンゲージメントを実施する上での工夫

「対話する相手」 の工夫

【概要】 企業のアクションを促すため、対話の相手を工夫している。

【具体的な取組事例】

- エンゲージメントは課題解決のための「取組み」と理解しており、課題の取組みについてジャッジ・意思決定ができる相手(例として株主還元課題がある場合はCFO等)との対話が必要と考えている。意思決定者へアクセスができない場合はエンゲージメントの影響度・効果が大きく低下するため、そのような場合には取締役会へのレター送付等の対応も行っている。なお、当社ではエンゲージメント先の企業とは定期的なコンタクトがあり、また一定の保有があることを企業側でも認識しているため、意思決定者とのアクセスルートは確保されていることが多い。
- 当社では、担当者とエンゲージメントを行った際には対話内容を取締役会にフィードバックをお願いすることで、エンゲージメントがその場限りにならないよう工夫をしている。対話相手については、社外取締役と対話をするのが有効な場合もあれば、経営層よりもIR担当者に働きかけた方が有効な場合もあり、ケースバイケースである。そのため、そうしたことを見極めることも運用機関側では重要である。

エンゲージメント のチャネルの工夫

【概要】 「投資家から投資先企業への働きかけ」のみならず、他の手法(「企業から企業への働きかけ」や官公庁等への働きかけ)も利用している。

【具体的な取組事例】

- 特定の1社のみへの働きかけでは解決しない課題について業界全体での対応や省庁への働きかけが必要になることもあり当社として業界団体や省庁に対話することもある。
- 企業の変容を促すためには、複数からの働きかけがあることも有効であると考えている。例えば人的資本に関して、人材というテーマで先進的な取組みをしている企業とのパネルディスカッションを開催した。他の企業の取組みを生の声として聞ける機会の提供という意味で、企業の行動を促すために有益であると考えている。同様の趣旨で企業と企業を引き合わせるということも行っており、ベストプラクティスを行っている企業のキーマンと(取組みが途上の)エンゲージメント対象企業のキーマンでミーティングを設定している。

各運用機関における個別の取組み(投資先企業の行動変化③)

投資先企業における行動変化やその姿勢が不十分

エンゲージメントを実施する上での工夫

「投資家の視点」を提供

【概要】 投資先企業が課題解決に向けた取組みを行うために、投資家の視点を提供している(投資先企業の評価や競合他社との比較)。

【具体的な取組事例】

- 投資家の立場から、投資先企業のどのような点を評価し、なぜ保有しているか等を伝えた上で議論を行っている。これを前提に対話を行うことで、当社の考えている前提と投資先企業の方向性が合致しているかを確認でき、その後の対話が有益になる。また、資本市場としての評価の観点を伝えることも有益と考えている。(例:企業側は資本コストを6%と認識しているが、資本市場では10%と評価されている場合、その差異はなぜ生じているのか、どうすれば差異は埋まるのか等について対話を行っている。)
- 多様なテーマについて、ベストプラクティスの紹介や改善案を提示している。情報開示については、AIを用いて統合報告書や有価証券報告書の記述の充実度をスコア化しており、この結果を投資先企業とも共有。競合他社との相対的な位置づけの見える化は企業側の関心も高い。また、これらの結果は資料として企業に提供しており、当社の課題意識等を経営層にダイレクトに伝えるという点でも有益であると認識している。

実効性の高い議決権行使基準の策定、周知、行使結果のフィードバック

エンゲージメントと議決権行使の一体的運用

【概要】 エンゲージメントと議決権行使はいずれも投資先企業の企業価値を高めることを目的としており、一体的に運用している。

【具体的な取組事例】

- 議決権行使はエンゲージメントの効果を高めるためのツールであり、両者は分離不可分で一体運営すべきと考えている。例えば株主還元や資本政策等のエンゲージメントテーマがあった場合に、剰余金処分案について一度反対したからといって将来にわたって必ずしも同様の行使をするわけではない。企業側で配当性向の引き上げといったポジティブな変化が見られた場合に、まだ当社の求める水準には達していない場合でも、一度賛成に回った方が今後のエンゲージメントにおいてもプラスになると考えて賛成することもある。その後更なる改善が見られない場合には改めて反対に回ることもある。投資家として求める水準に、企業として短期間で到達できるケースは多くはないと考え、中間地点としてポジティブな変化を評価して賛成することが更なる改善を促す効果が期待できるのではないかと考えている。
- 議決権行使基準は、ある程度裁量を認める形で策定しており、エンゲージメントの内容を反映しやすい仕組みとしている。また、行使判断はエンゲージメントの担当者が行っていること、担当者は数年間変更しない運営としていることから複数年に亘ったエンゲージメントを行使判断に反映できること等もエンゲージメントと議決権行使を一体的に行い、実効性の高い議決権行使を行うための取組みといえる。

各運用機関における個別の取組み(投資先企業の行動変化④)

投資先企業における行動変化やその姿勢が不十分

実効性の高い議決権行使基準の策定、周知、行使結果のフィードバック

日本企業の状況を踏まえた議決権行使基準の策定

【概要】 エンゲージメント活動で把握した日本企業の状況を議決権行使基準に反映している。

【具体的な取組事例】

- より実態に即した行使を行うための工夫として、会社の属性を踏まえた議決権行使基準を策定している。例えばESGを考慮した議決権行使基準を策定したが、これは対象を気候変動問題への対応が重要課題と判断する企業、政策保有株式の保有が多い企業としている。

議決権行使に関する考え方の周知

【概要】 投資先企業に議決権行使基準やその背景(なぜそのような基準を策定しているのか)にある考え方を理解してもらうことが重要(株主総会までに相応の長さの周知するための期間を設定)であり、これらの考え方を周知している。

【具体的な取組事例】

- 議決権行使を実効的なものにするためには、企業に対して議決権行使基準の考え方を理解してもらうことも重要である。そのため、(行使基準について周知理解を深めてもらうために)総会時期より十分な期間をとって毎年11月に基準を改定し、その後エンゲージメントを通じて企業の状況を把握、行使判断を行い、その結果を踏まえて次年度の基準を検討するというサイクルとしている。また、企業向けセミナーや役員向け研修等の場で当社の考え方を周知する機会を持つようにしている。このほか、「望ましい経営」を文書化する等の取組みも行っている。

行使結果のフィードバック

【概要】 企業側に行使判断の背景等を理解してもらうために、特に反対行使をした企業にはフィードバックを行っている。

【具体的な取組事例】

- 前提として企業の現在・将来も見据えて企業価値向上につながるようという考えのもと一定のプロセスを経て議決権行使基準を定めている。対話は全てデータベース化しており、議案精査の際に対話内容も踏まえて賛否を判断している。結果として基準どおりになることもあるが、対話した企業については全件対話内容を確認したうえで行使判断を行っている。反対に至った場合等、企業へ行使結果のフィードバックも実施。また行使前の対話の時点においても基準抵触の可能性が高ければその旨を企業に対して伝えており、企業との信頼関係維持に留意している。

各運用機関における個別の取組み(プロセス構築に改善の余地①)

PDCAサイクルによるプロセスの改善

【概要】 定期的に自身の活動を振り返り、課題に対する対応を行うというPDCAサイクルによってエンゲージメントプロセスの改善を継続的に実施している。

【具体的な取組事例】

- 自己評価は、スチュワードシップ活動に係る意思決定機関である責任投資に係る委員会のメンバー等を対象にアンケートを実施し、その結果に基づいて議論を行うという方法を採用している。例えば、責任投資の諮問会議(委員会が決定した内容や運営全般を監視する役割)において現場のエンゲージメントの実態が把握しにくいとの意見を踏まえて、エンゲージメントについて報告する機会を設けた。

実効性評価に外部からの評価／意見を反映

【概要】 実効性評価を実施するにあたって、自己評価だけでなく外部評価(または外部の評価基準等)も活用してPDCAを行っている。

【具体的な取組事例】

- スチュワードシップ活動の実効性は、「これができていれば良い」というスタンダードな項目があるわけではないので、外部評価も含めて色々な観点で評価を行っている。例えばPRIアセスメントにおいて議決権行使の個別開示に関する質問が設けられたことを踏まえ、今後グローバルにもこうした取組みが求められるようになって考えて外国株式についても開示を開始した。また、気候変動対応についてInvestor AgendaのICAPを活用して振り返りを行っているが、この中で政府機関等にも働きかけるポリシーエンゲージメントも評価項目となっており、当社の重視している活動の重要性を再認識した例もある。

エンゲージメントの効果の検証

【概要】 エンゲージメントの実効性を評価するために、その効果の評価を行っている。

【具体的な取組事例】

- エンゲージメント活動と企業の変化(業績、体制等)について定量的な評価を実施。昨年の分析では、体制面(女性役員の増加や買収防衛策の廃止等)についてはエンゲージメントの効果が確認されたが、財務面への効果は確認されなかった。こうした体制面の変化を財務面(具体的には業績等)に反映させるかが今後の課題として認識しており、継続して取り組む予定。
- スチュワードシップ活動のコストとリターンが明確になっていないことに課題を感じている。このような課題意識のもと学術機関との共同研究に協力したが、引き続き課題意識を持っている。
- 個々のエンゲージメントと株価との時間的なギャップもあり検証は難しいが、一定量のデータに基づいて分析を実施。このような取組みは特に、アセットオーナーに対してスチュワードシップ活動の意義を説明する際に有益と考えており、子会社と連携して分析している。

各運用機関における個別の取組み(プロセス構築に改善の余地②・インセンティブの欠如)

プロセス構築(PCDCAサイクル)に改善の余地

アセットオーナーからのフィードバックの活用

アセットオーナーからのフィードバックの活用

【概要】 アセットオーナーからフィードバックされた事項について、自身のスチュワードシップ活動のプロセス改善に活用している。

【具体的な取組事例】

- アセットオーナーからのフィードバックを受けて議決権行使ガイドラインの改訂の際に参考としたり、アセットオーナーの意見も踏まえて海外イニシアティブへの参加を検討した事例がある。
- アセットオーナーへの報告は定例で実施しており、エンゲージメントや議決権行使の内容を報告している。第三者の視点でみたときに、例えばエンゲージメントの進捗があまり見られない事例について、エンゲージメントの効果が期待できる先なのかという指摘を受け、ポジティブな変化を期待できる企業なのかということを当社としても改めて検討しエンゲージメント対象から外す検討を行ったこともある。対象を絞り込んでいることもあり、個々の事例を報告することが多く、個別の事例に関する具体的なディスカッションも多いため有益な機会であると認識している。
- 特に公的年金は複数の運用機関を比較しているので手厳しい指摘もある。その中で他社はこのような活動もしている、といった指摘を受けることもあり体制強化に繋がられる。特に顧客からの指摘は全社的にリソース確保も含めて取組みやすい。

アセットオーナーからのフィードバック・意見交換

【概要】 アセットオーナーからのフィードバックが行われている。

【具体的な取組事例(アセットオーナー)】

- エンゲージメントを重視した運用の委託先とは四半期毎のエンゲージメントの進捗状況など意見交換をしている。それ以外の運用者とも、議決権行使基準改訂のタイミングや株主総会後等において、投資先との対話の状況について意見交換を行っている。そのほか、日系外資系問わずグローバル展開している投資家とはESGの新しいテーマなど幅広く意見交換している。
- アセットオーナーの考えを運用会社に理解してもらう必要があり、双方向のコミュニケーションの機会を多く持っている。評価に係るミーティングに加えて定期的にミーティングを開催しているケースもある。評価ミーティングのフィードバック等で要望がある時は個別にお伝えすることがある。

スチュワードシップ活動のフィーへの反映

【概要】 スチュワードシップ活動の内容をフィー及び評価に反映するための取組みを開始している。

【具体的な取組事例(アセットオーナー)】

- エンゲージメントを重視したパッシブ運用を委託しているが、運用機関からはフィーも含めて提案をしてもらっている。
- 協働エンゲージメントでリード・マネジャーを務めることで、ノウハウや知見・経験もつき、結果としてエンゲージメントに係る能力も向上すると考えているため、協働エンゲージメントへの参加や関与の仕方についてスチュワードシップ活動の運用機関評価に加えている。

インセンティブの欠如

フィーへの反映

【参考】女性活躍に向けた数値目標等

女性活躍に向けた数値目標等

□ 政府、経済界、投資家団体等において、女性活躍に関し、数値目標等が掲げられている。

政府目標

第5次男女共同参画基本計画

(2020年12月25日)

- 2030年代には、誰もが性別を意識することなく活躍でき、指導的地位にある人々の性別に偏りがいないような社会となることを目指す。
- そのための通過点として、2020年代の可能な限り早期に指導的地位に占める女性の割合が30%程度となるよう目指して取組を進める。

経済界・投資家団体の女性役員比率に関する目標・意見

日本経済団体連合会

(「。新成長戦略」2020年11月17日)

- 2030年までに役員(※)に占める女性比率を30%以上にすることを目指す。

(※) 会社法上の役員を基本とする。

30% Club Japan

(2019年5月1日発足)

- TOPIX100の取締役会に占める女性割合を、2030年をめどに30%にすることを目標。

Asian Corporate Governance Association

(「東証プライム市場上場企業取締役会におけるジェンダー・ダイバーシティ推進の提言(公開書簡)」
2022年10月19日)

- 日本企業の女性取締役比率を引き上げるための方策として、以下を提言。
 - 東証プライム上場企業向けの上場審査基準の変更。
 - ① 新規上場企業の取締役会が同性のみで構成されている場合、上場を認めない。
 - ② 可能な限り早期に少なくとも1名、またその2～3年後といった合理的な期間内に、少なくとも2名の女性取締役の選任を義務付ける。
 - ③ 2030年の株主総会終了時まで女性取締役比率30%の達成を義務付ける。
 - コーポレートガバナンス・コードの改訂。
 - ① 2024年に、すべてのプライム市場上場企業が可能な限り早期に女性取締役比率を30%とし、その他の上場企業には2名以上の任命を促すよう改訂。
 - ② 2027年に、すべての上場企業が可能な限り早期に女性取締役比率30%を達成するよう改訂。

【参考】「G20/OECDコーポレートガバナンス原則」見直しの概要

「G20/OECDコーポレートガバナンス原則」見直しの概要

背景等

- 気候変動やCOVID-19ショック等に伴う経済・社会環境の変化を踏まえ、OECDコーポレートガバナンス委員会は、「G20/OECDコーポレートガバナンス原則」の見直し作業を開始。2021年10月、G20ローマ・サミットにおいて原則見直し作業の着手が承認。2022年11月、G20バリ・サミットにおいて作業の進捗が歓迎。市中協議（2022年9-10月）等を経て、2023年3月、コーポレートガバナンス委員会にて原則改訂案を採択。今後、OECD閣僚理事会やG20財相・総裁会合、G20首脳会合を経て2023年中に原則改訂を最終化予定。
- 同原則は、G20首脳に承認された企業統治分野における唯一の国際基準であり、G20メンバー国やOECD加盟国を含む世界中の先進国・新興国53カ国が準拠。金融安定理事会や世界銀行も金融分野の重要な基準として各国の企業統治の規制枠組みを評価する際に利用。

見直しの目的

- ✓ **企業による株式市場へのアクセスの改善**
株式市場は企業の成長資金調達や資本の効率的配分に不可欠。近年上場企業数が減少する中、投資家保護を促進しつつ、企業の資本へのアクセスの改善、家計に対する投資機会の提供に資する各法域の努力を支援。
- ✓ **企業の持続可能性と強じん性の向上に資するコーポレートガバナンス**
COVID-19ショックを踏まえ、変化する環境に事業戦略を柔軟に適合させ、事業価値を長期的に向上させるという課題に企業が対応できるようなコーポレートガバナンスの枠組みを提供。

改訂案の主な内容

- ✓ **サステナビリティ**
サステナビリティに関する国際的な開示基準が策定されつつある中、原則改訂案に新章として第6章「Sustainability and resilience」を追加。情報開示やコーポレートガバナンスの枠組みに関する新たな原則を追加。
- ✓ **機関投資家のスチュワードシップ活動**
機関投資家の資産運用額は増加を続け、多数の国で上場会社の最大株主となっている。特に大手機関投資家によるインデックス型投資が増加しているが、これらはエンゲージメントを行うインセンティブが相対的に低い。機関投資家による説明責任や企業へのエンゲージメントについて原則の内容を改訂。ESG評価・データ提供機関についても文言を追加。